2026 年 10 月 30 日

证券研究报告•2026 年三季报点评

华曙高科（688433）机械设备

当前价：52.45 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

打印设备快速增长，毛利率改善支撑盈利

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 5.10 亿元，同比增长 28.11%；归母净利润 1957.73 万元，同比增长 34.48%；扣非归母净利润 1322.93 万元，同比增长 120.15%。2026Q3 实现营业收入 1.70 亿元，同比增长 6.76%；归母净利润 1114.25 万元，同比增长 10.87%；扣非归母净利润 956.48 万元，同比增长 121.87%。前三季度公司 3D 打印设备及辅机配件销售增加，带动收入及扣非利润增长。
- **Q3 毛利率同比改善，扣非归母净利润大幅提升。**2026 年前三季度公司综合毛利率 44.14%，同比提升 2.63pp，其中 Q3 单季度毛利率 47.90%，同比提升 8.99pp，盈利能力有所改善。前三季度实现归母净利润 1957.73 万元，同比增长 34.48%；扣非归母净利润 1322.93 万元，同比增长 120.15%。其中 Q3 归母净利润 1114.25 万元，同比增长 10.87%；扣非归母净利润 956.48 万元，同比增长 121.87%。同期公司扣除股份支付影响后的归母净利润 6872.49 万元，同比增长 58.03%。
- **设备收入大幅增长，多激光大尺寸产品持续迭代。**2026H1 公司 3D 打印设备及辅机配件实现收入 2.71 亿元，同比增长 52.14%，占营业收入的 79.64%；同期设备销量 113 台，同比增长 41.25%，平均销售单价约 240.01 万元，同比增长 6.86%，销量增长为设备业务扩张的主要驱动力。公司持续完善金属 SLM 与高分子 SLS 设备体系，已形成 40 余款在售设备，配套 40 余款专用材料及工艺，产品覆盖航空航天、汽车、模具、消费电子及医疗等应用领域。
- **海外销售增长较快，备货增加带来现金流压力。**2026H1 公司实现境外收入 0.78 亿元，同比增长 81.38%，占营业收入比重 22.89%；境外业务毛利率 55.84%，高于境内业务。公司持续完善海外销售与服务网络，已形成覆盖 30 多个国家和地区的市场布局。2026 年前三季度经营活动现金流量净额为 -1.45 亿元，较上年同期减少 1.22 亿元；截至三季度末存货 6.22 亿元，较年初增长 42.23%，应收账款 4.55 亿元，较年初增长 23.54%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 归母净利润分别为 0.76/0.89/1.13 亿元，对应 PE 分别为 287/246/194 倍。考虑公司金属与高分子增材制造设备协同发展，大尺寸、多激光产品持续迭代，工业应用场景拓展有望支撑设备需求，建议积极关注。
- **风险提示：**下游需求波动风险、市场竞争加剧风险、海外市场拓展及贸易政策变化风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	715.47	881.42	1093.46	1313.03
增长率	45.43%	23.19%	24.06%	20.08%
归属母公司净利润（百万元）	69.01	76.05	88.74	112.79
增长率	2.68%	10.21%	16.69%	27.10%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.18	0.21	0.27
净资产收益率 ROE	3.34%	3.22%	3.78%	4.71%
PE	316	287	246	194
PB	10.56	10.01	9.72	9.36

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

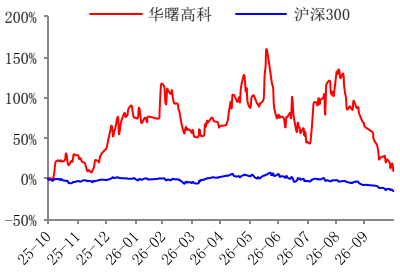
分析师：邰桂龙

执业证号：S1250521050002

电话：021-58351893

邮箱：tgl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：iFind

基础数据

总股本(亿股)	4.16
流通 A 股(亿股)	4.16
52 周内股价区间(元)	46.52-125.02
总市值(亿元)	218.33
总资产(亿元)	29.77
每股净资产(元)	5.25

相关研究

目 录

1 工业级增材制造设备为核心，双技术路线拓展应用空间 1

1.1 实控人持股稳定，产业股东协同赋能 1

1.2 金属与高分子设备协同，多激光大尺寸产品持续升级 2

1.3 设备销售推动收入扩张，研发投入影响利润释放 7

2 盈利预测与估值 9

3 风险提示 11

图 目 录

图 1：公司历史沿革.....1
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）.....2
图 3：2021-2026Q3 公司营业总收入.....8
图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润.....8
图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比.....8
图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比.....8
图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况.....9
图 8：2021-2026Q3 公司期间费用率情况.....9

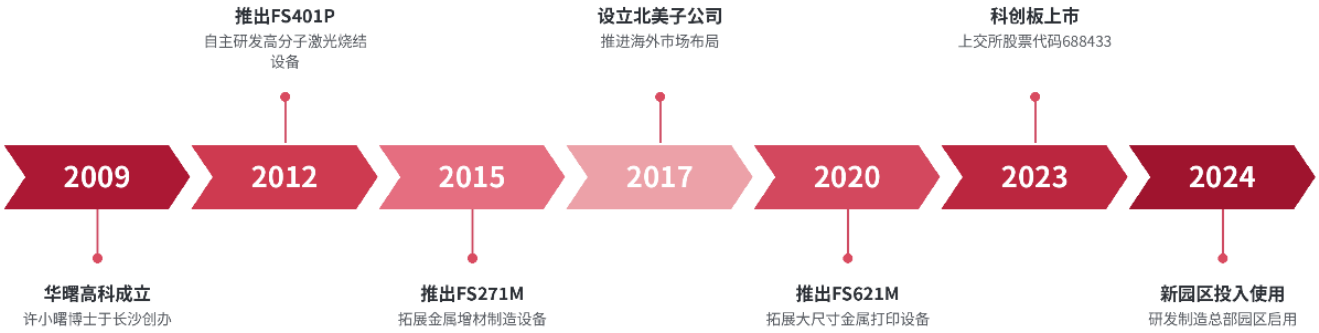
表 目 录

表 1：公司主要产品类型.....3
表 2：分产品收入及毛利率.....10
表 3：可比公司估值.....11
附表：财务预测与估值.....12

1 工业级增材制造设备为核心，双技术路线拓展应用空间

公司是国内工业级增材制造设备的重要供应商，主要从事金属增材制造设备、高分子增材制造设备及相关材料、工艺与技术服务的研发、生产和销售。公司成立于 2009 年，总部位于湖南长沙，2023 年 4 月在上海证券交易所科创板上市。公司围绕选区激光熔融（Selective Laser Melting，SLM）与选区激光烧结（Selective Laser Sintering，SLS）两类技术路线，建立包括金属 3D 打印设备、高分子 3D 打印设备、专用粉末材料、工业软件及应用工艺的产品体系，服务于航空航天、汽车、模具、医疗、消费电子及其他工业制造领域。公司坚持设备、软件、材料和工艺自主研发，围绕设备成形尺寸、打印效率、制造精度及连续生产能力推进技术迭代。近年来，公司陆续推出多激光、大尺寸金属增材制造设备及高速高分子增材制造设备，产品应用由研发验证、单件定制逐步向工业生产场景拓展。截至 2026H1，公司在售自主增材制造设备 40 余款，配套 40 余款专用材料及工艺，全球累计设备销量超过 1500 台，其中金属设备超过 800 台、中大型金属设备用户装机量超过 300 台。随着设备规模化装机及应用场景扩展，公司已形成设备销售为主、材料及服务补充的业务结构。

图 1：公司历史沿革

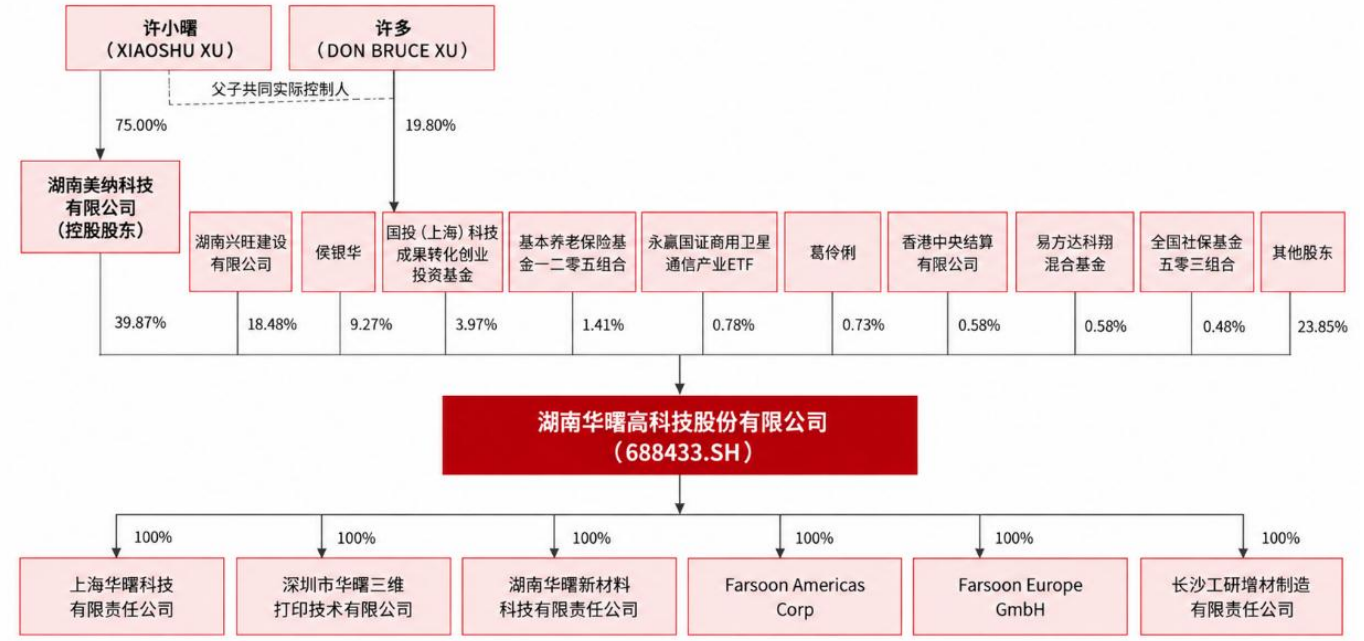


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.1 实控人持股稳定，产业股东协同赋能

创始人通过美纳科技控制公司，股权结构保持相对稳定。截至 2026 年 9 月 30 日，公司第一大股东湖南美纳科技有限公司持有 1.66 亿股，占总股本 39.87%；第二大股东湖南兴旺建设有限公司持股 18.48%；侯银华直接持股 9.27%；国投（上海）科技成果转化创业投资基金持股 3.97%。公司前三大股东合计持股 67.62%，股权相对集中。许小曙及其子许多分别持有美纳科技 75.00%和 19.80%的股权，二人为公司实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）



数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

1.2 金属与高分子设备协同，多激光大尺寸产品持续升级

两大设备体系构成业务基础，多激光和大尺寸产品持续迭代。公司十余年来专注于工业级增材制造设备的研发、生产与销售，致力于为全球客户提供金属（SLM）增材制造设备和高分子（SLS）增材制造设备，并提供 3D 打印材料、工艺及服务。公司已开发 40 余款设备，并配套 40 余款专用材料及工艺，正加速应用于高端工业、消费电子、运动鞋业、模具、汽车、医疗、消费品、教育科研领域。公司是全球极少数同时具备 3D 打印设备、材料及软件自主研发与生产能力的增材制造企业，销售规模位居全球前列，是我国工业级增材制造设备龙头企业之一。公司形成了系列自主 SLS 高分子粉末材料产品及匹配 SLM 与 SLS 设备多样化应用的工艺体系，协同公司核心产品构成多位一体的金属与高分子工业级增材制造完整自主技术与品牌价值体系，在大尺寸、多激光、光束整形、少支撑、精细打印、金属烧结打印、超高温烧结、连续增材制造以及高性能粉末材料等增材制造研发应用方向上成为走在国际前列的民族企业。公司的核心产品为具有自主知识产权和应用核心技术的金属 3D 打印设备和高分子 3D 打印设备及配套的增材制造粉末管理设备，同时向客户提供自主研制的 3D 打印高分子粉末材料。

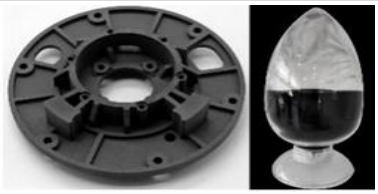
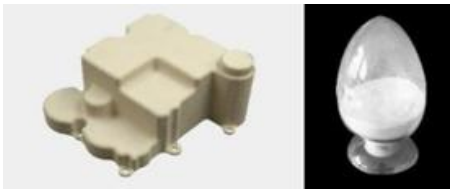
表 1：公司主要产品类型

业务条线	代表型号	图例	技术特点	应用领域
金属 3D 打印设备	FS1521M 系列		FS1521M-U 成形尺寸 1510mm x 1510mm x1650mm（含成形基板厚度），可选择 16 或者 32 激光器，成形效率高达 800cm3/h，是迄今为止全球最大的 SLM 金属设备之一，该设备已实现产业化用户的装机投产。	满足超大型金属构件制造需求的高效率金属增材制造系统。
	FS1311M-U		成形尺寸高达 1310mm× 1310 mm× 1650mm（含成形基板厚度），标配 16 激光。可搭载光束整形技术，成形效率成倍增长。	满足超大型金属构件制造需求的高效率金属增材制造系统。
	FS1211M		成形尺寸高达 1316mm×686mm×1700mm（含成形基板厚度），体积大于 1530 升，可配置 10/16 激光。自研高均匀性、高稳定性大幅面风场设计与控制技术，实现达到米级以上幅面的均匀稳定的风场。	面向高端工业的超大型产品专用设备。
	FS812M-U		成形尺寸 810mm×810mm×1700mm（含成形基板厚度），成形高度超过 1.5 米，可配置 8/10 激光，多激光搭接校准精度控制在±0.05mm 以内，搭接区力学性能与单激光无明显差别。	满足大型金属构件制造需求的高效率金属增材制造系统
	FS721M-H-8 -CAMS		成形尺寸为 612mm×612mm×1100mm（含成形基板厚度），成形体积达到 410L，具有 4 或 6 激光配置，成形材料包括钛合金、镍基高温合金、铝合金、铜合金、不锈钢等。	满足工业制造、石油、船舶、汽车、能源动力等行业用户大尺寸部件批量生产需求。
	FS621M Pro		FS621M Pro 的成形尺寸达 612mm × 800mm ×1200 mm（含成形基板厚度），灵活满足长条形应用的稳定生产。标配 6×500W 激光器。	航空航天等高附加值中小型零部件成形与修复市场开发；集成修复与成形功能于一体；打印过程实现质量追踪，全程受监控；集成多种安全控制策略。

业务条线	代表型号	图例	技术特点	应用领域
	FS621M-U		FS621M-U 的成形尺寸达 612mm×612mm ×1700mm（含成形基板厚度），标配 6×500W 激光器。	满足工业制造、石油、船舶、汽车、能源动力等行业用户大尺寸部件批量生产需求。
	FS511M		标配 4×500W 激光，最大体积成形效率可达 100cm³/h，打印效率高。	腔结构；实现零件整体化功能集成；实现修复与再制造；实现单件定制化大尺寸构件的快速制造
	FS422M		FS422M 经历了多次创新迭代，经历产业化用户的多年验证，产品成熟稳定。具有不间断连续生产能力，降低生产成本、提高生产效率；采用缸体脱离设计，大幅度地节省了成形部分的占地尺寸；配置长效循环过滤系统，避免频繁更换滤芯。	面向汽车、模具等行业用户大尺寸生产需求。
	FS450M		全新 FS450M 系列，通过 CAMS 连续生产及自动化产线理念助力增材制造实现超高效率生产。	面向运动鞋业、汽车、消费品等行业。
	FS350M 列		多激光大层厚工艺，先进的多激光扫描策略，确保高效生产。双向铺粉，相比单向铺粉效率提高 38%。可定制光束整形技术。	面向运动鞋业、汽车、模具、电子电器、消费品等行业。
	FS273M		FS273M 在 FS271M 基础上进行了全面创新进化，设备成形缸 Z 方向加高，集尘器和设备集成一体，节约场地资源，具有经济实用的使用成本和维护成本。	面向汽车、模具、医疗、教育等行业用户。
	FS191M		紧凑型、多场景金属增材制造系统，主机占地面积不到 1m²，成形尺寸 φ191mm*220mm（含成形基板厚度），另可以定制光束整形技术，选配成形小平台、少支撑打印等多种功能模块，还可根据用户需求定制更多模块。	教育科研、材料开发等。

业务条线	代表型号	图例	技术特点	应用领域
高分子 3D 打印设备	FlightHT1001P		具有行业领先的 1000mm× 500mm ×450mm 的成形缸，轻松驾驭大型工件一体成形和中小型工件的批量生产。采用华曙高科自研的高分子光纤激光烧结 Flight 技术及滚筒铺粉方式，以 4 个光纤激光器作为烧结能量源，成形效率大幅提升。	面向汽车等大型高分子构件应用行业用户。
	HT1001P		具有超大打印幅面，打印长度达到 1000mm，无需拼接，适合大批量连续生产。	面向汽车等大型高分子构件应用行业用户。
	FlightHT601P		全新中大尺寸高分子增材制造系统，具有 600mm×600mm×600mm 大尺寸成型缸，配置 4 光纤激光器，搭载创新供粉系统及温控技术，确保高质高量连续生产。	面向汽车、加工服务等行业用户。适用大尺寸或者批量生产应用场景。
	HT601P		全新 600mm 尺寸中大尺寸高分子增材制造系统，配置 2 个 CO2 激光器，搭载创新供粉系统及温控技术，搭配连续增材制造系统实现高质高效生产。	面向汽车、加工服务等行业用户。适用大尺寸或者批量生产应用场景。
	Flight 403P 系列		一天可打印两缸，超高生产效率，采用华曙高分子光纤激光烧结技术，并可选配双激光双振镜，双激光扫描效率比传统单激光提升接近 100%。采用极小光斑，使得极限薄壁可达到 0.3mm。	面向生产级用户，中大型尺寸工件和批量零件的生产。
	403P 系列		综合使用成本低，采用华曙自主研发材料，新粉添加比例低至 20%，材料可实现 100%利用。成形缸工件摆放间隙最小达 2mm,可以最大化利用成形空间。	面向生产级用户。

业务条线	代表型号	图例	技术特点	应用领域
	Flight252P 系列		成形缸较小，因此开机需要的材料少，开机成本低。采用华曙高分子光纤激光烧结技术，进一步提高效率和质量。	面向教育科研等行业用户。
	252P 系列		成形缸较小，因此开机需要的材料少，开机成本低。适合科研培训与新材料的研发应用。UT252P 具有 340℃超高温烧结能力，是目前全球极少数能够成熟打印 PEEK 等超高温特种材料的 SLS 设备，并实现用户装机。主要的温场和能量参数开放用户。	面向教育科研及汽车、医疗等行业用户。
3D 打印高分子粉末材料	FS3300PA 尼龙粉末		该材料具有较强的韧性、耐热性、耐腐蚀性，具有易喷漆、成形过程稳定、尺寸稳定、生物相容性优等优异特征。	汽车、医疗、手板、消费品等
	FS3401GB 玻璃微珠复合尼龙材料		该材料具有刚性和耐热性能强、成形过程稳定等特点，适合功能件验证，小规模生产，成形制件可替代 CNC 和注塑件，特别适合汽车、家用电器等行业应用。	汽车、电器、消费品等。
	FS6140GF 玻璃纤维复合尼龙 6 材料		该材料具有较高的强度和刚性，熔点高达 220℃，适合汽车高耐温需求零部件的使用。	汽车、手板、电子电器等。
	FS3201PA-F 尼龙粉末		开发了一种用于 Flight技术的专用材料，具有较强的韧性、耐热性、耐腐蚀性，满足新、余粉 2：8 配比，生产效率更高，尺寸稳定。	汽车、电器、消费品等。
	FS4200PA-F 尼龙粉末		开发了一种用于 Flight技术的类尼龙 11 材料，相较于目前市场上尼龙 11 材料，FS4200PA-F 缺口抗冲击性能好，断裂伸长率高，且具有均衡的机械性能。且可采用粉末 2:8 配比工艺，使用成本仅为尼龙 11 材料成本的几分之一，更具性价比。	医疗、汽车等。

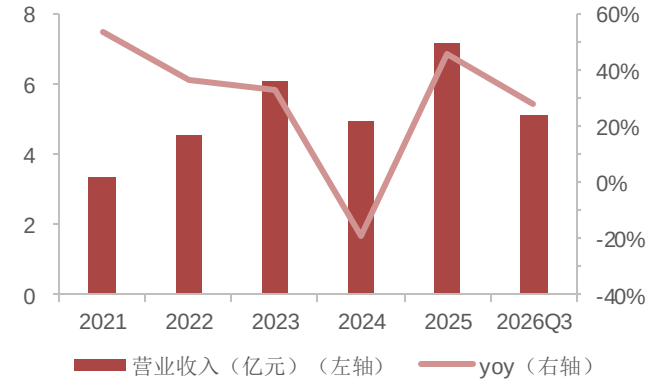
业务条线	代表型号	图例	技术特点	应用领域
	FS3401GB-F 玻璃微珠 复合尼龙粉末		开发了一种用于 Flight 技术的玻璃微珠尼龙复合材料，该材料具有刚性和耐热性能强、成形过程稳定等特点，适合功能件验证，小规模生产。	手板、汽车、电器、消费品等
	FS6140GF-F 玻璃纤维 复合尼龙 6 粉末		开发了专为 Flight 高速烧结技术而设计一种玻璃纤维尼龙 6 复合材料，成功实现 Flight 技术高效生产，比 CO_2 激光器设备的生产效率提高 150%，同时对材料工艺进行优化升级，可在 210℃烧结成形，工件打印稳定无翘曲，性能优异，强度最高超过 80MPa。	手板、电子电器、汽车等。
	FS6130CF-F 碳纤维 复合尼龙 6 粉末		开发了专为 Flight 高速烧结技术而设计一种碳纤维尼龙 6 复合材料，该材料具有极高的强度和刚性，相比市场上绝大部分 3D 打印材料，表现出更出色的性能。该材料的拉伸强度达到了 120MPa，拉伸模量达到 10000MPa。这种新材料为那些有高性能需求的客户提供了一种新的解决方案。	手板、电子电器、汽车等。
	FS8100PPS GF 玻璃纤维复合 聚苯硫醚粉末		该材料具有耐热性能优异，熔点高达 295℃，强度高、吸水少、耐腐蚀、阻燃、绝缘等特征，适合汽车，电子电器等行业应用。	汽车、电子电器等。

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 设备销售推动收入扩张，研发投入影响利润释放

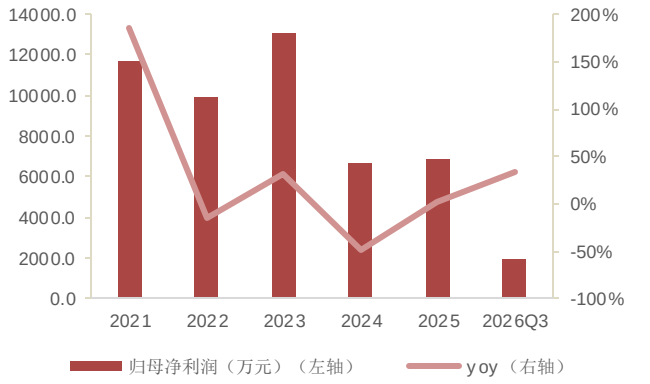
营业收入波动向上，利润端仍受费用投入影响。公司 2021-2025 年分别实现营业收入 3.34/4.57/6.06/4.92/7.15 亿元，2022-2025 年同比变化分别为+36.67%/+32.74%/-18.82%/+45.43%；同期归母净利润分别为 1.17/0.99/1.31/0.67/0.69 亿元。2025 年设备销售增长推动收入同比提升 45.43%，但归母净利润仅同比增长 2.68%，收入与利润变化幅度明显分化。2026 年前三季度公司实现营业收入 5.10 亿元，同比增长 28.11%；归母净利润 0.20 亿元，同比增长 34.48%；扣非归母净利润 0.13 亿元，同比增长 120.15%。其中 Q3 实现营业收入 1.70 亿元，同比增长 6.76%；归母净利润 0.11 亿元，同比增长 10.87%。公司主营规模扩张趋势延续，但当期盈利规模仍较小。

图 3：2021-2026Q3 公司营业总收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润

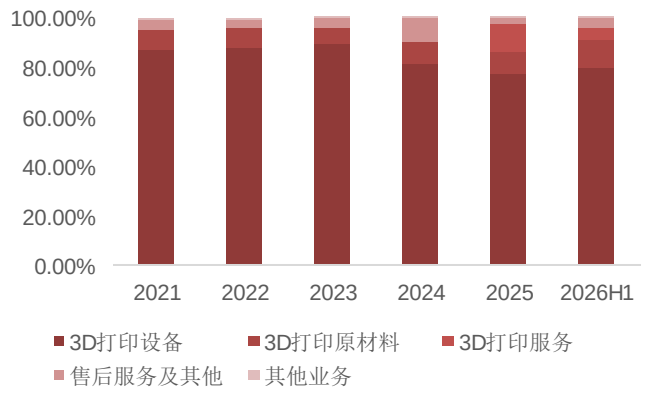


数据来源：iFinD，西南证券整理

设备销售仍为主要收入来源，材料与服务形成补充。2025 年公司 3D 打印设备实现收入 5.54 亿元，占营业收入 77.41%；3D 打印原材料实现收入 0.60 亿元，占比 8.43%；3D 打印服务实现收入 0.84 亿元，占比 11.73%。2026H1 公司 3D 打印设备及辅机配件实现收入 2.71 亿元，同比增长 52.14%，占营业收入 79.64%；3D 打印粉末材料收入 0.38 亿元，占比 11.28%；3D 打印服务收入 0.18 亿元，占比 5.30%；售后服务及其他收入 0.11 亿元，占比 3.32%。同期设备销量 113 台，同比增长 41.25%，设备平均单价约 240.01 万元，同比增长 6.86%，设备销售规模扩大主要由销量增长推动。随着工业应用场景增加，公司材料、工艺及服务业务具备进一步拓展空间，但目前收入结构仍高度依赖增材制造设备销售。

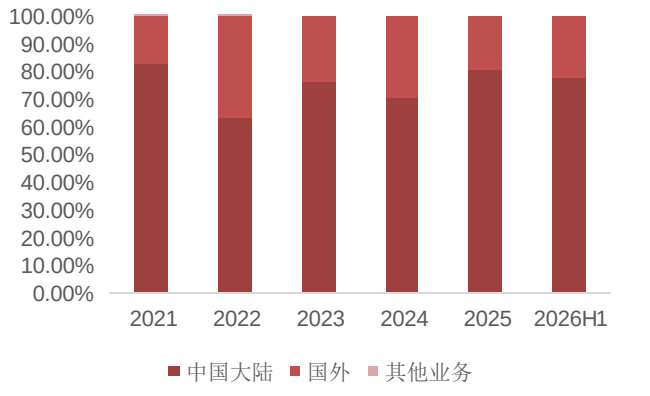
海外销售贡献提高，境内业务仍占主要比重。2026H1 公司境内收入 2.63 亿元，占营业收入 77.11%；境外收入 0.78 亿元，同比增长 81.38%，收入占比达到 22.89%。同期境内业务毛利率约 38.24%，境外业务毛利率约 55.84%，境外业务较高的毛利率对公司整体盈利形成一定支撑。公司通过美国、德国等海外业务主体及全球销售服务网络拓展客户，目前销售网络覆盖 30 多个国家和地区。考虑海外设备销售受到产品结构、订单验收周期和国际贸易政策影响，境外业务占比提升有望改善收入结构。

图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比

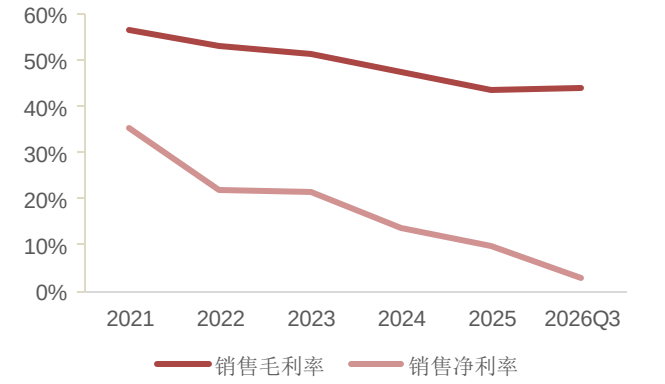


数据来源：Wind，西南证券整理

Q3 毛利率同比改善，扣非归母净利润大幅提升。2026 年前三季度公司综合毛利率 44.14%，同比提升 2.63pp，其中 Q3 单季度毛利率 47.90%，同比提升 8.99pp，盈利能力有所改善。前三季度实现归母净利润 1957.73 万元，同比增长 34.48%；扣非归母净利润 1322.93 万元，同比增长 120.15%。其中 Q3 归母净利润 1114.25 万元，同比增长 10.87%；扣非归母净利润 956.48 万元，同比增长 121.87%。同期公司扣除股份支付影响后的归母净利润 6872.49 万元，同比增长 58.03%

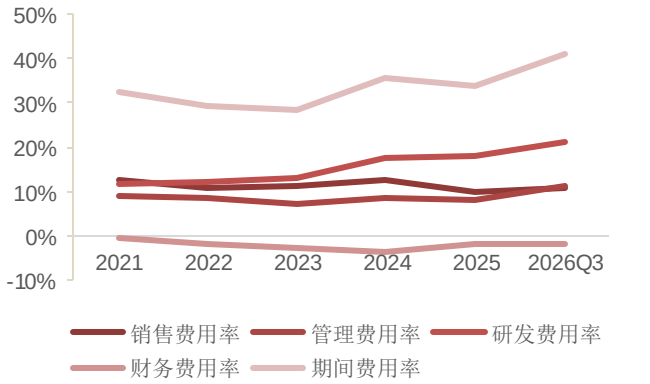
费用投入保持较高水平，存货和应收款项增加影响现金回收。 2026 年前三季度公司销售费用率 10.61%；管理费用率 11.32%；研发费用率 21.00%；财务费用为-0.09 亿元，主要体现利息收入等因素影响。四项期间费用合计占营业收入约 41.12%，研发及销售服务体系仍为主要费用来源。同期信用减值损失为-1063.49 万元、资产减值损失为-168.91 万元，均对当期利润形成影响。截至 2026 年 9 月末，公司应收账款 4.55 亿元，较年初增长 23.54%；存货 6.22 亿元，较年初增长 42.23%；合同负债 1.02 亿元，较年初下降 26.56%。前三季度经营活动现金流量净额-1.45 亿元，较上年同期减少 1.22 亿元，主要系存货储备及人力成本投入增加。

图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 8：2021-2026Q3 公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：3D 打印设备。2025 年公司 3D 打印设备实现收入 5.54 亿元，毛利率 42.62%，是公司主要收入来源。2026H1 设备及辅机配件收入同比增长 52.14%，设备销量达到 113 台，同比增长 41.25%。考虑大尺寸、多激光产品迭代及工业应用需求拓展，预计 2026-2028 年设备业务收入同比增长 30.0%/25.0%/20.0%；随着产品结构优化和规模效应逐步体现，预计毛利率分别为 45.0%/45.0%/45.0%。

假设 2：3D 打印原材料。2025 年公司 3D 打印原材料收入 0.60 亿元，毛利率 52.33%。粉末材料业务主要依托公司设备装机基础及客户持续使用需求拓展。考虑设备保有量增长与材料应用场景扩展，预计 2026-2028 年原材料收入同比增长 18.0%/18.0%/17.0%，毛利率为 51.5%/51.5%/52.0%。

假设 3：3D 打印服务。2025 年公司 3D 打印服务收入 0.84 亿元，毛利率 38.60%。2026H1 打印服务收入 0.18 亿元，业务规模及盈利能力仍受项目交付节奏影响。预计 2026-2028 年打印服务收入同比变化-20.0%/22.0%/25.0%；随着设备利用率提升及服务订单拓展，毛利率分别为 30.0%/33.0%/35.0%。

假设 4：售后服务及其他。2025 年公司售后服务及其他收入 0.16 亿元，毛利率 63.66%。考虑公司全球设备装机规模扩大带来的维护、技术支持等后续需求，预计 2026-2028 年收入同比增长 35.0%/20.0%/18.0%，毛利率分别为 65.0%/65.0%/65.0%。

假设 5：其他业务。2025 年其他业务收入约 0.01 亿元，整体规模较小。预计 2026-2028 年收入分别约 0.011/0.011/0.012 亿元，毛利率均为 59.0%，对整体盈利预测影响有限。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及成本如下表：

表 2：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
3D 打印设备	收入	553.84	720.0	900.0	1080.0
	增速	38.1%	30.0%	25.0%	20.0%
	成本	317.77	396.0	495.0	594.0
	毛利率	42.6%	45.0%	45.0%	45.0%
3D 打印原材料	收入	60.32	71.2	84.0	98.3
	增速	40.8%	18.0%	18.0%	17.0%
	成本	28.75	34.5	40.7	47.2
	毛利率	52.3%	51.5%	51.5%	52.0%
3D 打印服务	收入	83.9	67.1	81.9	102.3
	增速	233.3%	-20.0%	22.0%	25.0%
	成本	51.5	47.0	54.9	66.5
	毛利率	38.6%	30.0%	33.0%	35.0%
售后服务及其他	收入	16.4	22.1	26.5	31.3
	增速	-23.4%	35.0%	20.0%	18.0%
	成本	5.9	7.7	9.3	10.9
	毛利率	63.7%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务	收入	1.1	1.1	1.1	1.2
	增速	-32.7%	0.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.4	0.4	0.5	0.5
	毛利率	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
合计	收入	715.5	881.4	1093.5	1313.0
	增速	45.4%	23.2%	24.1%	20.1%
	成本	404.4	485.7	600.3	719.1
	毛利率	43.5%	44.9%	45.1%	45.2%

数据来源：Wind，西南证券

我们根据公司销售的主要产品选取了同属增材制造产业链的铂力特、英诺激光作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 83/52/34 倍。

预计公司 2026-2028 归母净利润分别为 0.76/0.89/1.13 亿元，对应 PE 分别为 287/246/194 倍。考虑公司金属与高分子增材制造设备协同发展，大尺寸、多激光产品持续迭代，工业应用场景拓展有望支撑设备需求，建议积极关注。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688333.SH	铂力特	206.24	75.18	0.74	1.05	1.55	2.01	150.10	71.60	48.50	37.40
301021.SZ	英诺激光	73.16	47.86	0.32	0.51	0.85	1.54	153.18	93.84	56.31	31.08
平均值								151.64	82.72	52.40	34.24

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 10 月 30 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期。

3 风险提示

下游需求波动风险、市场竞争加剧风险、海外市场拓展及贸易政策变化风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	715.47	881.42	1093.46	1313.03
营业成本	404.41	485.66	600.31	719.11
营业税金及附加	9.45	11.90	14.22	15.76
销售费用	69.49	85.50	105.85	126.84
管理费用（含研发费用）	185.52	233.58	284.30	328.26
财务费用	-12.02	-7.16	-4.11	-1.22
资产减值损失	-3.01	-16.00	-18.00	-22.00
投资收益	3.05	8.00	8.00	9.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	8.50	9.50	11.00
营业利润	66.36	72.45	92.39	122.30
其他非经营损益	0.93	0.80	0.80	0.80
利润总额	67.30	73.25	93.19	123.10
所得税	-1.71	2.20	7.46	12.31
净利润	69.01	71.05	85.74	110.79
少数股东损益	0.00	-5.00	-3.00	-2.00
归属母公司股东净利润	69.01	76.05	88.74	112.79

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	69.01	71.05	85.74	110.79
折旧与摊销	32.89	40.25	44.68	50.45
财务费用	-12.02	-7.16	-4.11	-1.22
资产减值损失	-3.01	-16.00	-18.00	-22.00
经营营运资本变动	-59.52	-133.78	-127.82	-152.48
其他	50.18	21.94	21.95	27.51
经营活动现金流净额	77.52	-23.70	2.44	13.04
资本支出	-70.89	-238.00	-150.00	-140.00
其他	-75.96	-111.80	8.00	-11.00
投资活动现金流净额	-146.84	-349.80	-142.00	-151.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	134.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	74.63	38.90	0.00	0.00
支付股利	-21.19	-21.39	-23.57	-27.51
其他	-74.75	18.29	3.81	0.82
筹资活动现金流净额	-21.31	35.80	-19.76	108.26
现金流量净额	-88.25	-337.70	-159.32	-29.70

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	789.34	451.63	292.31	262.61
应收和预付款项	398.17	502.97	617.51	745.07
存货	437.28	578.07	694.65	841.77
其他流动资产	121.29	205.61	194.48	209.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	784.35	910.57	1023.16	1120.78
无形资产和开发支出	74.19	146.38	140.58	134.77
其他非流动资产	177.87	229.21	249.76	269.50
资产总计	2782.49	3024.45	3212.44	3583.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	134.94
应付和预收款项	425.11	529.40	647.15	791.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	288.90	288.47	296.55	304.94
负债合计	714.01	817.87	943.70	1231.71
股本	414.17	416.27	416.27	416.27
资本公积	1324.31	1361.10	1361.10	1361.10
留存收益	348.04	402.70	467.86	553.14
归属母公司股东权益	2068.47	2181.57	2246.74	2332.02
少数股东权益	0.00	25.00	22.00	20.00
股东权益合计	2068.47	2206.57	2268.74	2352.02
负债和股东权益合计	2782.49	3024.45	3212.44	3583.72

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	45.43%	23.19%	24.06%	20.08%
营业利润增长率	12.87%	9.16%	27.54%	32.36%
净利润增长率	2.68%	2.96%	20.68%	29.21%
EBITDA 增长率	43.20%	20.99%	25.99%	29.00%
获利能力				
毛利率	43.48%	44.90%	45.10%	45.23%
三费率	15.92%	35.39%	35.30%	34.57%
净利率	9.64%	8.06%	7.84%	8.44%
ROE	3.34%	3.22%	3.78%	4.71%
ROA	2.48%	2.35%	2.67%	3.09%
ROIC	4.94%	4.60%	4.80%	5.56%
EBITDA/销售收入	12.19%	11.97%	12.16%	13.06%
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.30	0.35	0.39
固定资产周转率	0.96	1.10	1.27	1.38
应收账款周转率	1.98	1.89	1.88	1.86
存货周转率	1.00	0.95	0.93	0.93
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.62%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	25.66%	27.04%	29.38%	34.37%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	10.96%
流动比率	2.98	2.49	2.18	1.85
速动比率	2.24	1.66	1.34	1.09
股利支付率	30.71%	28.13%	26.57%	24.39%
每股指标				
每股收益	0.17	0.18	0.21	0.27
每股净资产	4.97	5.24	5.40	5.60
每股经营现金	0.19	-0.06	0.01	0.03
每股股利	0.05	0.05	0.06	0.07

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	87.23	105.54	132.96	171.52
PE	316.40	287.10	246.04	193.58
PB	10.56	10.01	9.72	9.36
PS	30.52	24.77	19.97	16.63
EV/EBITDA	237.57	199.06	159.20	124.25
股息率	0.10%	0.10%	0.11%	0.13%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn